

ورقة عمل بعنوان:

دور الحوكمة في تمكين المساهمين والمستثمرين، واستقرار الأسواق المالية

أيلول/ 2007

مقدم الورقة: د. جهاد خليل الوزير

ملاحظة: تم تقديم هذه الورقة إلى الملتقى السنوي الأول لسوق رأس المال الفلسطيني

المقدمة

تمهيد

تعود جذور دراسة حوكمة الشركات إلى القرن التاسع عشر، إثر نشوء شركات المساهمة العامة وما رافقها من بروز المشاكل التي ترافقت مع فصل الملكية عن الإدارة وهو المفهوم الذي أصبح يعرف لاحقاً بمشكلة الوكالة (Agency Problem). وبالتالي برزت الحاجة إلى ايجاد ضوابط وترتيبات تُلزم إدارات الشركات بالعمل على تحقيق مصالح المساهمين، واستمر هذا المفهوم بالتطور مع التطورات في مجال الأعمال.

ورغم أن المفهوم لا يعتبر حديثاً تماماً، وأنه حدثت عدة تطورات ومبادرات في مجال الحوكمة خلال الثمانينات، إلا أن الدعوات والمبادرات الهادفة إلى تحسين نظم الحوكمة في الشركات والمؤسسات تزايدت بشكل ملحوظ منذ نهاية التسعينات من القرن الماضي متأثرة بشكل أساسي بحدثين هامين على مستوى الإقتصاد العالمي. الحدث الأول كان الأزمة المالية في دول جنوب شرق آسيا في العام 1997، أما الحدث الثاني فكان حالات الانهيار والافلاس الكبيرة التي وقعت في الولايات المتحدة والتي برز فيها بشكل أساسي انهيار كل من شركة انرون وشركة الاتصالات العملاقة وورلد كوم، وما رافق هذه الانهيارات من فضائح أدت إلى تصفية مؤسسات عريقة مثل شركة آرثر أندرسون.

هاتان الأزمتان أثرتا بشكل عميق على ثقة المستثمرين في الأسواق المالية سواء في الدول النامية أو المتقدمة على حد سواء، وكشفتا عن جوانب قصور كبيرة في نزاهة الإدارات، وجودة البيانات المالية، والشفافية والإفصاح في هذه الأسواق. وقد عملت العديد من الدول والمؤسسات على اتخاذ الاجراءات التي تكفل استعادة ثقة المستثمرين في الأسواق وتجنب تكرار هذه الأزمات، وقد احتلت الجهود لتحسين حوكمة الشركات مكاناً متقدماً ضمن هذه الإجراءات.

ما هي الحوكمة

يتوجب بداية أن نحدد مفهوماً واضحاً للحوكمة قبل الخوض في دراسة آثارها، حيث أن تعريفات حوكمة الشركات متعددة وتتراوح بين تعريفات ضيقة تحصرها في إطار القوانين والمعايير المحاسبية ومتطلبات الإفصاح وترتيبات الرقابة الداخلية، إلى تعريفات واسعة النطاق تجعل من الحوكمة المكون الأساسي في الثقافة المؤسسية وطريقة تحديد الأهداف وتنفيذها في المؤسسات. وإجمالاً أصبحت الحوكمة مصطلح يشير إلى طريقة توجيه الشركة وإدارتها وممارسة الرقابة الذاتية فيها، كما أنها النظام الذي يتم بموجبه إدارة الشؤون اليومية للشركة، بما في ذلك واجبات أعضاء مجلس الإدارة في ضمان الإدارة السليمة دون تجاوز للضوابط المصادق عليها من قبل الجمعية العمومية.

ويعتبر التعريف الذي أعدته منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD أكثر التعريفات قبولاً وانتشاراً دولياً، حيث عرفت المنظمة الحوكمة على أنها:

"**مجموعة العلاقات بين إدارة الشركة ومجلس إدارتها والمساهمين وأصحاب المصالح الآخرين، التي توفر أطراً وآليات لتحديد أهداف الشركة وطرق تنفيذها وآليات الرقابة على الأداء.**"

كما أنه ليس هناك نموذجاً موحداً للحوكمة السليمة، فهي تختلف باختلاف الدول نظراً للفروق في البيئة الاقتصادية والبيئة القانونية وحتى الاجتماعية، كما أن نماذج الحوكمة يمكن أن تختلف داخل الدولة نفسها في القطاعات الاقتصادية المختلفة، ووفقاً للشكل القانوني للمؤسسات. لكن الثابت أنه يوجد عناصر مشتركة تحدد ماهية الأساليب السليمة لحوكمة الشركات. وقد سعت عدة منظمات دولية متخصصة لتحديد هذه العناصر وصياغتها على شكل مبادئ عامة تستوعب النماذج المختلفة للحوكمة السليمة. وتغطي هذه المبادئ كما حددتها منظمة التنمية والتعاون الاقتصادي خمسة جوانب أساسية هي:

- حقوق المساهمين.
- المعاملة المتكافئة للمساهمين.
- دور أصحاب المصالح Stakeholders.
- الإفصاح والشفافية.
- مسؤوليات مجلس الإدارة.

أهمية الحوكمة

تتزايد في البيئة الاقتصادية المعاصرة أهمية التزام الشركات بتطبيق مبادئ الحوكمة الجيدة، ويعتبر إدراك الشركات لأهمية تحسين نظم الحوكمة لديها عنصراً اساسياً في تحقيق ذلك، حيث أن اعتماد الحوكمة من قبل الشركات ذاتياً أكثر فعالية ونجاعة من فرضها بقوانين أو تعليمات. إذ أنه وفي عالم أصبح يتسم بحرية الاستثمار وانتقال رأس المال، أصبح من الصعب على الشركات اجتذاب التمويل اللازم من المستثمرين دون ايجاد نظم حوكمة جيدة وفقاً للمعايير الدولية. كما أن إجتذاب رأس المال "الصبور" أو "طويل الأجل" يتطلب ترتيبات حوكمة تتصف بالمصداقية ويسهل فهمها على المستثمرين من خارج الدولة. وبالنسبة للدول النامية وذات الموارد المالية وغير المالية المحدودة فإن الحوكمة تعتبر أكثر أهمية لسببين أساسيين:

- أن هذه الدول لا تستطيع تحمل الهدر في الموارد المحدودة أصلاً الذي ينتج عن الفساد وسوء الحوكمة.
- أن التنمية تعتمد بشكل كبير على القدرة على اجتذاب الاستثمار الأجنبي المباشر، والذي تعتبر الحوكمة، كما أُشير آنفاً، من العوامل التي تسهم في خلق البيئة الجاذبة له.

ومن ناحية أخرى فإنه حتى إذا لم تكن الشركة تحتاج أو تعتمد بصفة أساسية على مصـــادر تمويــل أجنبية، فإن الالتزام بأساليب الحوكمة السليمة من شأنه أن يساعد على رفع درجة الثقة مـــن جانـــب المستثمرين المحليين، مما يؤدى – في الأسواق المالية الكفؤة – إلى خفض تكلفة رأس المال، وتحقيق مزيد من الاستقرار في مصادر التمويل، وبالتالي إكساب الشركات التي حققت نظم متقدمة للحوكمـــة ميزات تنافسية على الشركات التي لم تلتزم بذلك.

هدف وهيكل الورقة

تهدف هذه الورقة إلى دراسة الآثار التي يؤدي إليها تحسين جودة الحوكمة في تعزيز وحماية حقوق المساهمين والمستثمرين، وكذلك أثر الحوكمة في تعزيز الاستقرار المالي. وتقدم هذه الورقة ملخصاً لنتائج الأبحاث في السنوات الأخيرة حول آثار الحوكمة الجيدة على الاستقرار المالي، وتعزيز ثقـــة المستثمرين والمساهمين.

ووجدت الورقة أن الدراسات التي تمت مراجعتها تثبت الآثار الايجابيـــة لتحســـين جـــودة حوكمـــة الشركات في كل من الاقتصاديات الناشئة والمتقدمة، وفي مختلف الصناعات. وتظهـــر النتـــائج أن معظم الدول التي حققت تطوراً في حوكمة مؤسساتها قد أظهرت نتائج إيجابية ملموسة انعكست فـــي مؤشراتها الاقتصادية والمالية الكلية. كما تظهر الدراسة أن الآثار الايجابية كانت أكثر وضوحاً فـــي القطاعات الأكثر اعتماداً على التمويل من مصادر خارجية.

وقد تم إعداد هذه الورقة الملخصة لتتكون من قسمين أساسيين، عالج القسم الأول منها أثر الحوكمـــة في حماية وتعزيز حقوق المساهمين والمستثمرين، بينما خصص الجزء الثاني لدراسة أثـــر جـــودة الحوكمة على الاستقرار المالي. أو بكلمات أخرى فإن القسم الأول من الورقة يعالج بعض الآثار التي تحدثها الحوكمة على المستوى الجزئي Micro، بينما يناقش الجزء الثاني جزءاً من آثار الحوكمـــة الكلية Macro.

الجزء الأول

دور الحوكمة في حماية وتعزيز حقوق المساهمين والمستثمرين

تعتبر ثقة المساهمين والمستثمرين بأن الأموال التي سيستثمرونها لن يساء استخدامها من قبل مديري الشركة أو أعضاء مجلس الإدارة أو كبار المساهمين، وأن هذه الأموال ستوظف بالشكل الأمثل الذي يراعي مصالحهم، بمثابة أحد أهم العوامل في نشوء وتطور أسواق رأس المال (OECD, 2004). فواقع الأمر أن مجالس الإدارة والمديرين وكبار المساهمين تتوفر لهم إمكانية اتخاذ القرارات التي تحقق مصالحهم على حساب مصالح غيرهم من المساهمين، وعليه فإن ثقة المساهمين والمستثمرين لا تتوفر إلا إذا تأكد المستثمرون أنهم سيحصلون على معاملة عادلة ومتكافئة سواء كانوا محليين أو أجانب. ولهذا فإن نظام الحوكمة الفعال يجب أن يوفر وسائل يتسنى للمساهمين استخدامها لحماية حقوقهم والقدرة على إقامة الدعاوى القانونية والإدارية ضد المديرين وأعضاء مجلس الإدارة. وقد أظهرت التجربة أن أحد أهم المحددات لقدرة المساهمين على حماية حقوقهم يتمثل في توفر وسائل فعالة للحصول على تعويضات مناسبة عن الأضرار التي قد تلحق بمصالحهم ودون تأخير مفرط. وتتعزز ثقة صغار المساهمين حينما يوفر النظام القانوني الآليات اللازمة لإقامتهم للدعاوى القانونية عندما تتوفر لديهم السندات القانونية التي تبرر اعتقادهم بأن حقوقهم قد انتهكت.

ومن ناحية أخرى، ثمة مخاطر تتمثل في أن يؤدي وجود نظام قانوني يمكن المساهمين من إقامة الدعاوى القضائية ضد أنشطة الشركة إلى الإسراف في إقامة مثل تلك الدعاوى، بشكل يعطل أعمال الشركات أو يحملها تكاليف مرتفعة. لذلك فقد سعت الكثير من النظم القانونية إلى احتواء هذه المخاطر عبر صياغة أحكام تقضي بحماية المدراء وأعضاء مجالس الإدارة من إساءة استخدام الحق في إقامة الدعاوى القضائية.

وتتخذ هذه الأحكام شكل اختبارات لمدى جدية مضمون شكاوى المساهمين، بحيث تشكل حماية للمدراء وأعضاء مجالس الإدارة. كما وجدت العديد من الدول أن الإجراءات البديلة لإقامة الدعاوى القضائية، مثل الاجراءات التي تتخذها سلطات الرقابة على أسواق الأوراق المالية أو غيرها من الجهات الرقابية، أكثر كفاءةً في تسوية النزاعات، على الأقل في المراحل الأولى للدعاوى (OECD, 2004).

حماية حقوق المساهمين في مبادئ الحوكمة

سعت مختلف أنظمة الحوكمة إلى تحقيق الهدف المشار إليه آنفاً، ويمكن ملاحظة ذلك بوضوح في مبادئ منظمة الـOECD التي تهدف في مجملها إلى ضمان حقوق المساهمين، وخصصت أحد

المبادئ ليعالج بوضوح هذه الحقوق. حيث ينص المبدأ الثاني من مبادئ الـOECD للحوكمة على أنه:

"يجب أن يكفل إطار حوكمة الشركات المعاملة المتكافئة لجميع المساهمين بما فيهم صغار المساهمين والمساهمين الأجانب. كما ينبغي أن تتاح للمساهمين فرصة الحصول على تعويض فعلي (عادل) في حالة انتهاك حقوقهم".

ويحدد المبدأ عدداً من الحقوق التي يجب ضمانها للمساهمين والمستثمرين في الشركات على النحو الآتي:

أ. يجب أن يُعامل المساهمون المنتمون إلى نفس الفئة معاملة متكافئة.

1. ينبغي أن يكون للمساهمين – داخل كل فئة – نفس حقوق التصويت. فيجب أن يتمكن كافة المساهمين من الحصول على المعلومات المتصلة بحقوق التصويت الممنوحة لكل فئة من فئات المساهمين قبل شرائهم للأسهم، كما يجب أن تكون أية تغيرات مقترحة في حقوق التصويت خاضعة للتصويت من قبل المساهمين.
2. يجب أن يتم التصويت بواسطة الأمناء (Trustees) أو المفوضين بطريقة متفق عليها مع حملة الأسهم.
3. ينبغي أن تكفل العمليات والإجراءات المتصلة بالاجتماعات العامة للمساهمين المعاملة المتكافئة لكافة المساهمين، كما يجب ألا تشكل إجراءات الشركة صعوبة أو تُحمل المساهمين تكاليف مرتفعة للتصويت.

ب. يجب منع تداول الأسهم بصورة لا تتسم بالإفصاح أو الشفافية.

ت. ينبغي أن يطلب من أعضاء مجلس الإدارة أو المديرين التنفيذيين الإفصاح عن وجود أية مصالح خاصة بهم قد تتصل بعمليات أو بمسائل تمس الشركة.

أثر تحسين جودة الحوكمة على ثقة المساهمين

تظهر عدة دراسات وأبحاث وجود ارتباط ايجابي بين جودة الحوكمة في الشركات واستعداد المستثمرين للمساهمة في هذه الشركات ومستوى العلاوة Premium التي يمكن أن يدفعها المستثمرون في هذه الأسهم. ففي تقرير "مسح آراء المستثمرين الدوليين" الذي أجرته مؤسسة ماكنزي (Mckinsey & Company 2002)، وهو أول مسح يشمل أكثر من 200 شركة استثمار دولية أجرته المؤسسة عام 2000 وتم تحديثه في عام 2002، وجدت تلك المؤسسة أن 80% من المستَطلعين ابدوا ميلاً نحو دفع علاوة لأسهم الشركات التي اعتبروها ذات نظم حوكمة مناسبة.

واعتبر المستثمرون المستَطلعون أن ضم مجلس إدارة الشركة لأعضاء مستقلين من أهم المميزات التي تؤثر في حكمهم على جودة الحوكمة في الشركة. كما أجاب غالبية المستثمرين أن توفر

معلومات كافية حول نظم الحوكمة في الشركات يؤثر ايجابياً في قرارهم الاستثماري. وقد تفاوتت نسبة العلاوة التي أبدى المستثمرون استعداداً لدفعها بحسب الأسواق في الدول المختلفة، فبينما بلغت النسبة حوالي 11% في أسهم الشركات المدرجة في أسواق الدول المتقدمة والأكثر استقراراً مثل السوق الكندي، وصلت إلى 40% في أسواق الدول الأقل تقدماً وأكثر تذبذباً في شرق آسيا.

كما قام (De Nicolò, Laeven, and Ueda, 2006) بعقد دراسة تتكون من مرحلتين، الأولى تدرس فيما إذا كانت ممارسات الحوكمة قد تحسنت فعليا[1]، ومن ثم الانتقال إلى المرحلة الثانية التي درست فيما إذا كانت هذه التحسينات في جودة حوكمة الشركات قد ساهمت في نمو الإنتاج والإنتاجية والاستثمار على مستوى البلد وعلى مستوى الصناعة.

ومن أجل تحقيق ذلك طور الباحثون مؤشراً لجودة حوكمة الشركات (CGQ)[2] على مستوى البلد باستخدام البيانات المحاسبية وبيانات السوق لشركات غير مالية مدرجة في أسواق الأسهم المحلية، وذلك اعتماداً على أن هذه الشركات تكون أكثر عرضة لانضباط السوق Market Discipline، وأن التطور في حوكمة الشركات يعتبر مؤشراً على التطور في القطاع المؤسسي ككل، وبالمثل فإن عدم تطور حوكمة هذه الشركات قد يعكس عدم التطور في القطاع المؤسسي ككل.

وقد خلُص دي نيكول وآخرون (De Nicolò et al, 2006) إلى ثلاث نتائج رئيسة هي:

- أن مؤشر جودة الحوكمة (CGQ) يظهر تحسناً في جودة حوكمة الشركات في معظم الدول التي تمت دراستها منذ العام 1994 وحتى العام 2003، وأن الجودة تحسنت تحديداً في مجال مقاييس الشفافية.
- تشير البيانات إلى حدوث تقارب في مستويات الدول في مجال جودة حوكمة الشركات، حيث أن الدول التي حصلت على تقييم ضعيف فيما يتعلق بجودة حوكمة شركاتها في البداية، تحاول أن تدرك تلك ذات التقييم العالي.

---

[1] من أجل دراسة التطور الفعلي على حوكمة الشركات، اعتمد الباحثون على المقاييس الفعلية (de facto measures)، أي تلك التي تعتمد على النتائج، مقارنة بالمقاييس القانونية (de jure measures) ، وبرروا ذلك بأن التطور في القوانين لا يؤدي بالضرورة إلى التطور الفعلي حيث أنها مجرد تطورات على الورق طالما لا يتم تفعيلها.

[2] إن مؤشر CGQ هو المعدل البسيط لمؤشرات ثلاثة هي المعايير المحاسبية (Accounting Standards) وهذا المؤشر يقيس كمية المعلومات المحاسبية التي تقوم الشركات بالإفصاح عنها ؛ والمؤشر الثاني (Earning Smoothing) الذي اقترحه (Leuz, Nanda, and Wysocki, 2003) لقياس مدى التلاعب بالأرباح بجعلها تبدو أقل تذبذباً، بحيث لا تعكس الوضع الحقيقي للشركات وهو أمر يتنافى مع الشفافية التي تعتبر من أهم عناصر الحوكمة الجيدة، ويعتبر هذا المؤشر عاملاً مكملاً هاماً للمؤشر الأول حيث أن التقارير المحاسبية المتعددة قد لا يكون لها معنىً إذا تم التلاعب بها؛ أما المؤشر الثالث فهو يقيس التزامن في أسعار الأسهم (Stock Price Synchronicity – R^2) وقد تم اقتراحه من قبل (Morck, Yeung, and Yu, 2000)، ويعتبر هذا المؤشر مكملاً للمؤشرين السابقين حيث أنه يقوم بقياس مدى انعكاس المعلومات الخاصة بالشركات في عوائد الأسهم، وبيَّن (Morck et al, 2000) أنه كلما ازداد مدى التزامن في أسعار الأسهم، أي كلما ارتفعت قيمة (R^2) فإن ذلك يدل على أن العوائد تعكس معلومات أكثر على مستوى السوق، أما في حال (R^2) أقل فهذا يدل على عوائد تعكس معلومات أكثر خاصة بالشركات. وتشير الدراسات على أن هناك تزامن أكبر في أسعار الأسهم للدول ذات الحوكمة الضعيفة والأنظمة المالية الأقل تطوراً، أي أن هناك علاقة طردية بين التزامن في أسعار الأسهم ونقصان الشفافية، ويعلل ذلك بأنه كلما انخفضت الشفافية فيما يخص المعلومات المحاسبية فإن هذا يزيد من صعوبة تمييز المستثمرين للشركات ذات الأداء الحسن وتلك ذات الأداء الضعيف، وبالتالي فإن حدوث صدمة في مثل هذه الأسواق يدعو المستثمرين إلى أن يقوموا بتداول معظم الأسهم ما يدفع باتجاه التزامن في أسعار الأسهم لمعظم الشركات.

- إن التحسن في جودة حوكمة الشركات يؤثر على كافة النشاطات الاقتصادية الإجمالية بصورة كبيرة وإيجابية. وإن النتائج تشير إلى وجود آثار إيجابية للتحسينات في حوكمة الشركات على نمو الشركات التي تعتمد التمويل من مصادر خارجية مثل استقطاب الودائع وإصدار الأوراق المالية.

الجزء الثاني
أثر الحوكمة على تعزيز الاستقرار المالي

يعتبر تحليل أثر جودة الحوكمة على الاستقرار المالي من الدراسات حديثة العهد والتي لم يتم تناولها بشكل كاف حتى الآن، ويعود ذلك بشكل أساسي إلى عدم توفر تعريف دقيق للاستقرار المالي وبالتالي صعوبة قياسه، كذلك الأمر بالنسبة للحوكمة والتي بالرغم من أنها تعتبر من الأمور المرغوب بها، يصعب توفر مقاييس واضحة أو كمية لها.
من هنا فقد اتجهت أغلب الدراسات لتحليل أثر الحوكمة على السلامة المالية "Financial Soundness" بدلاً من الاستقرار المالي "Financial Stability" (Das, Quintyn, and Chenard, 2004). حيث أن السلامة المالية والتي تعرف بالقدرة على مقاومة الأزمات واستيعاب الصدمات والتعافي السريع منها، تتميز بأنها أكثر قابليةً للقياس، إضافةً إلى أن السلامة المالية تشكل عنصراً رئيساً في المفهوم الكلي للاستقرار المالي. أما المفهوم الأعم والأقل تحديداً للاستقرار المالي فهو طبقاً لتعريف ميشكن (Mishkin, 1991 & 1997) يتحقق إذا كان النظام المالي قادراً على توفير توزيع كفؤ لفرص الادخار والاستثمار، ويعتمد على قاعدة متينة وخالٍ من الإختلالات الكبيرة.
ومما يزيد من صعوبة قياس الاستقرار المالي صعوبة التحليل الكمي للنظام المالي بشقيه المصرفي وغير المصرفي، وخاصة بالنسبة لقطاع التأمين الذي يشكل عنصراً هاماً من القطاع المالي غير المصرفي، ويعتبر ذا أثر على استقرار النظام المالي الكلي. ولعل ذلك الأثر يعد من الأسباب التي دعت إلى توسيع مؤشرات السلامة المالية لتشمل القطاعات المالية غير المصرفية. ولكن إيجاد مؤشرات شاملة لاستقرار النظام المالي بشقيه (المصرفي وغير المصرفي) ليس بالأمر السهل وذلك نتيجة لعدة عوامل تتعلق باختلاف الأساليب الرقابية، وقابلية المعلومات للمقارنة عبر الدول، ومعايير إدارة المخاطر في مكونات القطاع المالي المختلفة وغيرها من العوامل.

غير أن داس وآخرون (Das et al, 2004) قد قاموا بإضافة البيانات المتوفرة عن القطاع المالي غير المصرفي في عينة من الدول المختلفة (النامية والانتقالية والمتقدمة)، عند دراسة أثر الحوكمة على السلامة المالية، وكانت النتيجة أن مؤشر الحوكمة قد انخفض عند إضافة بيانات قطاع التأمين مما يدل على أن ممارسات الحكم الجيد أقل تطوراً في قطاع التأمين عنه في القطاع المصرفي.

وقد حدد داس و كونتين (Das and Quintyn, 2002) أربعة عناصر يمكن أن تشكل الأساس لحوكمة تنظيمية جيدة وهي الاستقلالية والمحاسبة والشفافية والنزاهة، حيث أن هذه العناصر تتفاعل معاً وتعزز بعضها البعض على المستويات المختلفة وتسهم في دعم الحوكمة الجيدة. وقد قام (Das et al, 2004) بوضع مؤشر للحوكمة التنظيمية (RGI) للدول، يُحتسب عبر إيجاد وزن ترجيحي لمدى تماشي الدول المختلفة (نامية، وانتقالية، ومتقدمة) مع تلك العناصر الأربعة. وقد أظهرت النتائج أن المؤشر لدى الدول المتقدمة أعلى منه للدول الانتقالية وأن مؤشر هذه الأخيرة أعلى منه للدول النامية.

كما استخدم داس وآخرون (Das et al, 2004) ثلاث مجموعات من متغيرات التحكم كمحددات متعارف عليها للاستقرار المالي وهي:

- البيئة الاقتصادية الكلية: ويمكن التعبير عنها باستخدام مؤشرات ثلاثة وهي الوضع المالي، والذي في حال كونه إيجابياً، يدل على وضع مالي أفضل ما يؤثر بشكل إيجابي على السلامة المالية؛ نسبة التضخم؛ ونسبة الفائدة على المدى القصير، وكلاهما يؤثران سلباً على السلامة المالية.
- هيكلية القطاع المصرفي من حيث مشاركة المصارف المملوكة للحكومة والمصارف الأجنبية في النظام وقياس مدى التركز المصرفي.
- البيئة المؤسساتية والحوكمة مقاسة بالحوكمة التنظيمية، وحوكمة القطاع العام (مقاسة بالمحاسبة الديمقراطية، غياب الفساد، والقانون وغيرها من المتغيرات).

وتمت دراسة أثر كل من هذه المتغيرات على مؤشر سلامة النظام المالي (FSSI)[3]، وأظهرت النتائج وجود علاقة قوية بين كل من المتغيرات الواردة أعلاه وسلامة النظام المالي على النحو التالي:

- هناك علاقة ايجابية قوية بين الحوكمة التنظيمية وسلامة النظام المالي.
- وتظهر النتائج أيضاً أن جودة حوكمة القطاع العام لها أثر إيجابي مباشر على سلامة النظام المالي.

وبالمجمل فإن نتائج التحليل الانحداري تشير إلى أنه مع ثبات بقية العوامل، فإن وجود إطار أفضل للحوكمة يرتبط ايجابياً وبمستوى معنوية مرتفع بمؤشرات أعلى لسلامة النظام المالي.

[3] يتألف هذا المؤشر من متغيرين كميين هما: نسبة كفاية رأس المال (CAR)، ويعتبر هذا المتغير مؤشراً لمدى مقدرة المؤسسة المالية على مواجهة الصدمات، أما المتغير الثاني فهو نسبة القروض المتعثرة (NPLs)، ويدل هذا المتغير على جودة محفظة المؤسسة المالية، وبالنهاية مقدرتها على الإيفاء بالتزاماتها. ويتميز هذا المؤشر بأنه يقيس درجة (انعدام) السلامة المالية لنظام مالي معين، ويقوم بقياس السلامة المالية بناءاً على التنبؤات (ex ante measure of soundness)، كما يسمح بمقارنة السلامة المالية للدول المنفردة عبر الزمن، وللتمكن من مقارنة السلامة المالية عبر الدول، يمكن ترجيح هذا المؤشر عن طريق أخذ نسبة ائتمان المؤسسة المالية من الناتج المحلي الإجمالي (GDP) من أجل الحصول على مؤشر للقوة النسبية للسلامة المالية للدول المختلفة.

وأوضح داس وآخرون (Das et al, 2004) إلى أن تشجيع وممارسة الحكم الجيد هو مسؤولية جماعية للمشاركين في السوق إضافة للمؤسسات التنظيمية. فالحكم الجيد يعزز من قدرة النظام الكلي على التصرف بشكل جماعي على التخلص من الممارسات غير السليمة، والمخاطر الأخلاقية، ويزيد من فعالية النظام بشكل عام على إدارة الضغوطات. بل وقد أشار (Das et al, 2004) إلى أن هذه المسؤولية الجماعية تشمل، إضافة للمؤسسات المالية والمشرفين عليها، المؤسسات الأخرى الاقتصادية والسياسية. وبين الباحثون أن جودة حوكمة القطاع العام تحديداً تؤثر على حوكمة القطاع المالي بطريقة مباشرة أو غير مباشرة عن طريق تأثيرها على الهيئات الإشرافية على القطاع المالي. وقد عبر الباحثون عن هذه الصورة العامة من العلاقات المترابطة بين الأطراف المختلفة وأثرها على الحوكمة برابطة الحوكمة (Governance Nexus). واعتبار وجود هذه الرابطة متفق مع نظرة المدرسة الاقتصادية المؤسسية الحديثة New Institutional Economics School بأن المؤسسات وحوكمتها لهما أثر كبير على كل من التنمية والاستقرار الاقتصادي.

كما أوضح دي نيكول وآخرون (De Nicolò et al, 2006) أن التحسين الفعلي لحوكمة الشركات يمكن أن يؤثر على النشاط الاقتصادي الإجمالي[4] عن طريق عدة قنوات منها:

- الأثر الإيجابي على النمو عن طريق تخفيض تكاليف التمويل وزيادة عرض التمويل وبالتالي تشجيع الاستثمار.
- إضافة لذلك فإن الشركات ذات الحوكمة الأفضل يمكن أن توجد تقارب بين مصالح المدراء وأصحاب المصالح Stakeholders، مما يؤدي إلى خلق حوافز أقوى للمدراء من أجل زيادة إنتاجية الشركات وتحسين أدائها عن طريق تبني تكنولوجيا أكثر تقدماً. ونتيجة لذلك، فإن رأس المال يتم توزيعه بشكل أكثر فعالية، فضلاً عن زيادة النمو في الإنتاجية على مستوى الاقتصاد بشكل عام والمساهمة في تعزيز الاستقرار الكلي.

[4] تم قياس الأثر الفعلي لمقاييس جودة الحوكمة المؤسسية على النشاط الاقتصادي الإجمالي بدراسة أثر هذه المقاييس على نمو الناتج المحلي الإجمالي، مستوى ونمو إجمالي إنتاجية عوامل الإنتاج (Total Factor Productivity)، ونسبة الاستثمار إلى الناتج المحلي الإجمالي.

الخاتمة

حاولت هذه الورقة مراجعة الآثار التي تنتج عن تحسين جودة حوكمة الشركات على حماية وتعزيز حقوق المساهمين والمستثمرين، وأثر ذلك على تعزيز ثقتهم بالاستثمار في الأسواق المالية، كما عملت على مراجعة أثر جودة الحوكمة على كل من الاستقرار المالي والسلامة المالية.

وتتلخص أهم النتائج التي خلُصت إليها الأدبيات التي تمت مراجعتها خلال إعداد هذه الورقة بما يلي:

أولاً: فيما يخص أثر تحسين الحوكمة على حقوق المساهمين والمستثمرين وثقتهم في الاستثمار في الأسواق المالية، يظهر بوضوح أن مبادئ الحوكمة إجمالاً أعطت اهتماما كبيراً بحماية حقوق المساهمين والمستثمرين بمختلف فئاتهم، واعتنت بتوفير الأطر القانونية الملائمة لصيانة هذه الحقوق. كما يظهر من مراجعة الأدبيات أن العديد من الدراسات أثبتت أن تحسين جودة الحوكمة يسهم ايجابياً في تعزيز ثقة المستثمرين في الشركات وينعكس في استعدادهم دفع علاوات إضافية في أسعار أسهم الشركات ذات نظم الحوكمة الأكثر تقدماً. كما يظهر من الأدبيات أن أثر جودة الحوكمة كان أكثر وضوحاً في حالة الشركات التي تعتمد على التمويل الخارجي، أي في حالات الشركات المدرجة في الأسواق المالية والمصارف.

ثانياً: وجدت الدراسة أن نتائج التحليل الإحصائي تثبت بوضوح أن تحسين جودة الحوكمة يرتبط ايجابياً بتحسن في الكفاءة الاقتصادية وينعكس ايجابياً في تحسن مؤشرات السلامة المالية. كما وجدت الدراسات أن التحسن في مؤشرات جودة الحوكمة هي ظاهرة عالمية وأن الفروق بين الدول في مجال جودة الحوكمة في تقلص.

كما أشارت الورقة إلى أن الحوكمة قد تكون أكثر أهمية للدول النامية ذات الموارد المحدودة، بسبب ارتباط ذلك بالقدرة على اجتذاب الاستثمارات الأجنبية الضرورية للتنمية. ولهذا وكما يتبين من هذه الدراسة الملخصة فإن العمل على تحسين جودة الحوكمة في فلسطين ليس ترفاً بل أن ذلك ضرورة تفرضها الحاجة إلى اجتذاب الاستثمارات الخارجية وتعزيز ثقة المستثمرين بالأسواق المحلية وتعزيز السلامة المالية في فلسطين، خاصة أنه يظهر من نتائج مسح آراء المستثمرين أن أثر تحسن جودة الحوكة ترك آثاراً ايجابية أكبر في حالة الدول النامية ذات الأسواق المالية الأقل استقراراً مثل فلسطين.

كما أنه يمكن الاستنتاج من نتائج الدراسات التي تم استعراضها أن الأولوية يجب أن تمنح لتحسين جودة الحوكمة في المصارف والشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، كون هذه المؤسسات أكثر عرضة لانضباط السوق لاعتمادها على التمويل الخارجي بشكل أساسي. حيث أن

تحسين جودة الحوكمة في هذه المؤسسات (الشركات المدرجة والمصارف) يمكن أن يشكل مقدمة ودافعاً لتحسين جودة الحوكمة في مختلف أنواع الشركات والقطاعات الإقتصادية.

وفي النهاية فإن معد هذه لدراسة يرى أنه بالقياس إلى نتائج هذه الورقة، فإن التقدم النسبي في معايير الحوكمة لدى الجهاز المصرفي في فلسطين يشكل أحد أهم المبررات التي تفسر استقرار أداء هذا الجهاز نسبةً إلى القطاعات المالية والاقتصادية الأخرى، وأن هذا التقدم يعطي تفسيراً للثقة التي أبداها جمهور المودعين في الجهاز المصرفي خلال فترات الأزمات السياسية والاقتصادية التي عانت منها البلاد على مدى السنوات الماضية، وأن هذه الثقة هي التي أدت ليس فقط إلى استقرار أداء الجهاز وثبات الودائع بل إلى نموها بشكل متواصل وملفت على مدى السنوات الأخيرة كما يظهر من الجدول أدناه.

عدد من بنود الميزانية المجمعة خلال الفترة 2005−2007

البنود[5]	Dec-05	Dec-06	Jun-07
الأصول	5,604,001	5,733,771	6,150,119
التسهيلات المباشرة	1,791,360	1,898,540	1,901,748
ودائع العملاء	4,190,086	4,202,561	4,508,425
إجمالي الودائع	4,620,657	4,663,894	4,995,696
رأس المال	316,270	481,566	501,381
حقوق الملكية	552,191	584,531	604,606

[5] المبالغ لأقرب ألف دولار.

قائمة المراجع

Das U., Quintyn M., and Chenard K., 2004, "Does Regulatory Governance Matter for Financial System Stability? An Empirical Analysis," IMF Working Paper No. 04/89.

Das U., and Quintyn M., 2002, "Crisis Prevention and Crisis Management: The Role of Regulatory Governance," IMF Working Paper No. 02/163.

De Nicolò G., Laeven L., and Ueda K., 2006, "Corporate Governance Quality: Trends and Real Effects," IMF Working Paper No. 06/293.

Leuz, C., Nanda D., and Wysocki P., 2003, "Earnings Management and Investor Protection: An International Comparison," *Journal of Financial Economics*, Vol. 69, pp. 505-527.

Mckinsey & Company "Global Investment Opinion Survey 2002: Key Findings," Retrieved on September 4, 2007 from: http://www.mckinsey.com/clientservice/organizationleadership/service/corpgovernance/pdf/GlobalInvestorOpinionSurvey2002.pdf

Mishkin F., 1991, "Anatomy of a Financial Crisis," NBER Working Paper No. 3934, (Cambridge: National Bureau of Economic Research).

Mishkin F., 1997, "The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policymakers," Federal Reserve Bank of Kansas City. Retrieved on September 4, 2007 from: http://www.kc.frb.org/publicat/sympos/1997/pdf/s97mishk.pdf

Morck R., Yeung B., and Yu W., 2000, "The Information Content of Stock Markets: Why do Emerging Markets Have Synchronous Price Movements?," *Journal of Financial Economics*, Vol.58, pp. 215-60.

OECD Principles of Corporate Governance, 2004, Organization for Economic Co-operation and Development.

Palestine Monetary Authority, 2007, Unpublished Data.

Schinasi G., "Preserving Financial Stability", 2005, International Monetary Fund, Economic Issues 36.